

## 买入

## 市场地位依然稳固，降本增效提升利润

### 腾讯音乐 (TME.US)

2022-12-29 星期四

目标价: **10.3 美元**  
 现价: 7.95 美元  
 预计升幅: 30.0%

#### 重要数据

日期	2022-12-28
收盘价 (美元)	7.95
总股本 (百万 ADS)	1,656
总市值 (百万美元)	8,344
净资产 (百万美元)	7,892
总资产 (百万美元)	10,548
52 周高低 (美元)	8.71/2.95
每 ADS 净资产 (美元)	4.66

数据来源: Wind, 国元证券经纪(香港)整理

#### 主要股东

腾讯	55.10%
Spotify	8.40%
PAG	8.20%

#### 相关报告

腾讯音乐 (TME.US) - 首发报告-20200730  
 腾讯音乐 (TME.US) - 更新报告-20200909、  
 20201116、20210518、20211020

#### 研究部

姓名: 李承儒  
 SFC: BLN914  
 电话: 0755-21519182  
 Email: licr@gyzq.com.hk

#### 投资要点

##### ➤ 营收环比改善，运营效率提升，利润端呈现持续优化趋势：

22Q3 公司实现营收 73.7 亿人民币，同比下滑 5.6%，环比提升 6.7%。其中，在线音乐/社交娱乐业务分别实现营收 34.3/39.4 亿元，同比 +18.8%/-20.0%，得益于内容成本及直播分成比例得到有效控制，毛利率同比提升 3.0pcts 至 32.6%。利润端，调整后净利润为 14.1 亿元，对应调整后净利率 19.2%，同比提升 5.5pcts，环比提升 3.7pcts。

##### ➤ 广告业务扭转颓势，爆款作品推出利好数字专辑业务：

22Q3 在线音乐非订阅收入 11.8 亿元，同比增长 19.4%，环比增长 53.6%。广告业务收入同比增速由负转正，环比持续增长。公司持续创新广告形式，通过组织大量线上下活动，推动广告赞助收入持续健康增长。截止三季度末，周杰伦数字专辑《最伟大的作品》销量接近 700 万张，根据 QQ 音乐定价 30 元/张，总销售额超 2 亿元。

##### ➤ 社交娱乐业务依旧承压，持续探索增长机会：

受宏观逆风及行业竞争加剧影响，社交娱乐业务已连续多个季度同比负增长。22Q3 社交娱乐及其他业务收入同比下滑 20.0%，环比下滑 2.3%。面对外部压力与挑战，公司持续进行产品创新及海外拓展，在消化增长压力的同时，探索新的业务增长机会。

##### ➤ 用户活跃及粘度保持稳定，维持买入评级：

公司目前除了降本增效成果显著以外，同时也在不断提升创新业务的 ROI 及商业化水平。目前公司市场地位稳固，用户流量依然巨大，拥有巨大的变现增值潜力。给予公司 10.3 美元的目标价，有 30.0% 的上升空间，目前公司整体估值处于历史低位区间，安全边际较高，维持“买入”评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q4E
营业额	29,153	31,244	28,240	30,753	33,469	7,378
同比增长	14.62%	7.17%	-9.62%	8.90%	8.83%	-3.01%
净利润	4,176	3,215	3,508	4,831	5,476	1,022
经调整净利润	4,971	4,332	4,620	6,165	6,897	1,349
同比增长	5.00%	-23.01%	9.12%	37.72%	13.34%	54.56%
净利润率	14.32%	10.29%	12.42%	15.71%	16.36%	13.85%
每 ADS 盈利(元)	2.51	1.82	1.99	2.74	3.11	0.61

数据来源: Wind, 公司年报, 国元证券经纪(香港)整理

## 报告正文

### 营收环比改善，运营效率提升，利润端呈现持续优化趋势：

22Q3 公司实现营收 73.7 亿人民币，同比下滑 5.6%，环比提升 6.7%。其中，在线音乐/社交娱乐业务分别实现营收 34.3/39.4 亿元，同比+18.8%/-20.0%，在线音乐业务收入占比提升至 47%，同比提升 9.6pcts。得益于内容成本优化及直播分成比例得到有效控制，毛利率同比提升 3.0pcts 至 32.6%。公司持续优化费效和人效，销售/管理费用率分别为 3.3%/16.2%，同比+2.7/-4.2pcts，环比+0.1/-1.1pcts。利润端，调整后净利润为 14.1 亿元，同比提升 32.7%，环比提升 32.5%，对应调整后净利率 19.2%，同比提升 5.5pcts，环比提升 3.7pcts。截至三季度末，公司已经根据去年宣布的 10 亿美元股票回购计划回购了超过 8 亿美元的股票。

### 订阅付费率持续攀升，ARPPU 提振带动毛利率改善：

22Q3 公司实现在线音乐订阅收入 22.5 亿元，同比增长 18.4%，环比增长 6.6%。在线音乐移动 MAU 为 5.87 亿，同比下滑 7.7%，环比下滑 1.0%，其中 QQ 音乐 DAU 同比持续增长，旗舰产品用户活跃度维持良好。订阅付费用户规模再创新高，单季度新增 260 万至 8530 万人，同比增长 19.8%，环比增长 3.1%，对应付费率 14.5%，同比提升 3.3pcts，环比提升 0.6pcts。随着订阅用户同比实现双位数增长的趋势继续保持，1 亿订阅用户的短期目标具有较高可实现性，在线音乐用户质量将持续提升，长期来看，付费渗透率有望突破 20%。在推广活动、内容运营及定价优化的驱动下，三季度平均月度 ARPPU 达 8.8 元，同比下滑 1.1%，环比提升 3.5%。未来，公司将逐步弱化推广，通过加强内容运营和提供特权更多且价格更高的超级 VIP 服务，推动 ARPPU 逐步提升。

### 广告业务扭转颓势，爆款作品推出利好数字专辑业务：

22Q3 公司实现在线音乐非订阅收入 11.8 亿元，同比增长 19.4%，环比增长 53.6%，主要得益于广告收入恢复增长以及数字专辑销售表现亮眼。

1) 广告业务：22Q3 公司广告业务收入同比增速由负转正，环比持续增长。随着公司持续创新广告形式，三季度开屏广告收入占广告总收入的比例已降至 50% 以下，激励广告占广告总收入的比例达 10%。公司通过组织大量线上下活动，推动广告赞助收入持续健康增长。三季度，公司推出 TME Live 活动 32 场，在微信视频号的助推下，数场演唱会凭借高热度和高转化率揽获大量了广告赞助。未来公司将继续依托腾讯生态，为用户提供高质量的线下和直播活动，同时拓宽创收途径。

2) 数字专辑业务：三季度，音乐市场出现了具有强号召力的优质作品，对已取得版

权的数字专辑业务形成明显利好。7月份，周杰伦发布数字专辑《最伟大的作品》，截止三季度末，该数字专辑销量接近700万张，根据QQ音乐定价30元/张，总销售额超2亿元。

**社交娱乐业务依旧承压，持续探索增长机会：**

受宏观逆风及行业竞争加剧影响，社交娱乐业务已连续多个季度同比负增长。22Q3社交娱乐及其他业务收入同比下滑20.0%，环比下滑2.3%。社交娱乐MAU同下滑24.4%至1.55亿，付费用户同比下滑26.0%至740万人，付费率略微下滑至4.8%，平均月度ARPPU同比提升8.2%至177.3元。面对外部压力与挑战，公司持续进行产品创新及海外拓展，在消化增长压力的同时，探索新的业务增长机会。在当前传统媒体直播增长疲软的困境下，22Q3音频直播业务取得双位数同比增长。三季度，公司还上线2D虚拟音乐社区Music Zone和音乐娱乐功能“弹一弹”等全新互动功能，持续提升产品在社交娱乐领域的竞争力。

**► 用户活跃及粘度保持稳定，维持买入评级：**

公司目前除了降本增效成果显著以外，同时也在不断提升创新业务的ROI及商业化水平。我们期待公司未来其他变现形式，如免费试听广告、长音频、线上Live等，为未来公司收入增长提速赋能。目前公司市场地位稳固，用户流量依然巨大，拥有巨大的变现增值潜力。因此我们按照在线音乐业务2022年8倍PS及社交娱乐业务5倍PE进行估值，给予公司10.3美元的目标价，有30.0%的上升空间，目前公司整体估值处于历史低位区间，安全边际较高，维持“买入”评级。

## 财务报表摘要

**损益表**

&lt;百万元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测	2022年Q4 预测
收入	29,153	31,244	28,240	30,753	33,469	7,378
成本	-19,851	-21,840	-19,655	-20,362	-21,033	-5,017
毛利	9,302	9,404	8,585	10,390	12,436	2,361
销售费用	-2,475	-2,678	-1,384	-1,384	-1,673	-295
管理费用	-3,101	-4,009	-3,699	-3,998	-5,020	-1,033
其他收入	984	1,083	615	615	615	154
营运利润	4,710	3,800	4,117	5,624	6,358	1,187
投资收入	-78	-168	-121	-121	-121	-23
税前利润	4,632	3,632	3,996	5,503	6,237	1,164
所得税	-456	-417	-487	-671	-761	-142
净利润	4,176	3,215	3,508	4,831	5,476	1,022
经调整净利润	4,971	4,332	4,620	6,165	6,897	1,349
增长						
收入增长(%)	14.6%	7.2%	-9.6%	8.9%	8.8%	-3.0%
净利润(%)	5.0%	-23.0%	9.1%	37.7%	13.3%	77.1%

**资产负债表**

&lt;百万元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
应收账款	2,800	3,610	3,263	3,553	3,867
存货	18	24	22	22	23
其他流动资产	2,883	3,797	3,534	3,754	3,992
存款	14,858	12,769	12,769	12,769	12,769
货币资金	11,128	6,591	9,888	14,973	20,785
流动资产总计	31,687	26,791	29,476	35,071	41,436
固定资产	176	1,738	1,815	1,870	1,917
无形资产	19,823	22,233	22,894	23,475	24,023
金融资产	9,771	7,302	7,302	7,302	7,302
其他固定资产	6,816	9,190	9,190	9,190	9,190
总资产	68,273	67,254	70,676	76,907	83,868
应付账款	3,565	4,329	3,896	4,036	4,169
应计负债	3,881	3,832	3,449	3,573	3,690
其他流动负债	2,156	2,289	2,113	2,260	2,420
流动负债总计	9,602	10,450	9,457	9,869	10,279
长期负债	5,940	5,749	5,749	5,749	5,749
总负债	15,542	16,199	15,206	15,618	16,028
股东权益	52,731	51,055	55,470	61,289	67,840

**财务分析**

	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
盈利能力					
毛利率(%)	31.9%	30.1%	30.4%	33.8%	37.2%
EBIT率(%)	16.2%	12.2%	14.6%	18.3%	19.0%
净利率(%)	14.3%	10.3%	12.4%	15.7%	16.4%
ROE	7.9%	6.3%	6.3%	7.9%	8.1%
营运表现					
费用/收入(%)	19.1%	21.4%	18.0%	17.5%	20.0%
实际税率(%)	9.8%	11.5%	12.2%	12.2%	12.2%
应收账款天数	35	42	42	42	42
应付账款天数	66	72	72	72	72
财务状况					
负债/权益	0.29	0.32	0.27	0.25	0.24
收入/总资产	0.43	0.46	0.40	0.40	0.40
总资产/权益	1.29	1.32	1.27	1.25	1.24
现金/总资产	16.3%	9.8%	14.0%	19.5%	24.8%

**现金流量表**

&lt;百万元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
税前利润	4,632	3,632	3,996	5,503	6,237
非现金调整	812	1,164	1,632	2,011	2,353
运营资本变化	-557	442	-253	-155	-288
经营活动现金流	4,887	5,238	5,374	7,358	8,301
购买物业及设备	-108	-159	-213	-235	-258
购买无形资产	-393	-2,599	-1,747	-1,921	-2,114
其他投资活动	-13,705	-3,241	-117	-117	-117
投资活动现金流	-14,206	-5,999	-2,077	-2,273	-2,489
上市融资	-141	-3,584	0	0	0
其他融资活动	5,433	-126	0	0	0
融资活动现金流	5,292	-3,710	0	0	0
汇兑变化	-269	-67	0	0	0
现金变化	-4,296	-4,538	3,297	5,085	5,813
期初持有现金	15,426	11,128	6,591	9,888	14,973
期末持有现金	11,130	6,590	9,888	14,973	20,785

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼  
电话：(852)37696888  
传真：(852)37696999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>